

终极股权结构、法律制度与股权资本成本

洪洁¹ 陈少华^{1,2}

1. 厦门大学管理学院 2. 厦门大学会计发展研究中心

【摘要】采用 527 家非金融类上市公司截面数据,运用普通最小二乘估计法实证检验终极股权结构、法律制度与股权资本成本的关系,以及法律制度和终极股权结构对股权资本成本的交互作用。研究表明:(1)国有控股的上市公司比非国有控股的上市公司具有更低的股权资本成本;(2)终极控股股东的现金流量权与公司股权资本成本呈负相关关系;(3)终极控股股东的控制权与公司股权资本成本呈正相关关系;(4)终极控股股东的现金流量权和控制权的分离度与公司股权资本成本呈正相关关系;(5)法律制度越完善的地区,对投资者保护水平越高,公司的股权资本成本越低;(6)完善的法律制度会减弱终极股权结构对股权资本成本的影响。

【关键词】终极股权结构; 法律制度; 股权资本成本

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1004-5937(2016)02-0036-06

一、引言

自 La Porta et al.(1999)开创追踪控制链的模式探究发达国家的终极股权结构以来,财务学领域学者纷纷以这一新视角和方法探究不同国家和地区公司的终极股权结构与股权资本成本的关系。Ashbaugh et al.(2004)用财务信息质量、董事会结构、股东权利、股权结构四个方面代表公司治理变量,实证检验公司治理对股权资本成本的影响,研究证实治理水平更好的公司向外部股东传递更低的风险信号,股东要求的风险回报也随之降低。Chen et al.(2009)对传统的风险因素、账面—市值比、通货膨胀和投资者预期偏差进行控制,实证检验 25 个新兴市场中股权资本成本的影响因素,证实了公司治理与股权资本成本呈显著的负相关关系,并且这种显著性在法律保护力度更低的地区更高。随着“法与财务学”思潮兴起,法律制度环境对公司融资决策的影响受到广泛关注。La Porta et al.(2002)研究表明,具有较高水平投资者保护的国家和地区,内部人员对外部投资者利益侵占的动机和机会较少,公司的价值较高,融资成本较低。

我国正处于经济转型时期,各地区的法律制度存在较为显著的差异。有效的法律体系能够制止违法行为并加强违法补偿,进而对内部机会主义行为起到很好的监督作用。公司内部人掠夺外部投资者利益的动机和机会将大大减少,外部投资者需要的风险溢价补偿也会降低。法律法规的执行度决定了投资者的合法权利是否能得到有效保护,影响投资者投资的意愿,进而影响公司的股权资本成本。

本文结合公司治理重要特征因素终极股权结构和外部制度环境因素法律制度,理论推演和实证研究终极股

结构和法律制度对公司股权资本成本的影响,为公司治理结构的完善和资本市场的发展提供实证依据。

二、理论分析与研究假设

(一)终极股权结构与股权资本成本

1. 终极控股人性质与股权资本成本

不同类别的终极控制人控制的上市公司在进行股权融资时,由于所处的经营环境和制度背景的差异,融资时付出的成本不尽相同。La Porta et al.(1999)将终极控制人分为五类:家族或个人、国家、股权分散的金融机构、股权分散的公司及其他。当上市公司的终极控制人为国有性质时,国家与政府会提供更多的政策优惠与制度保护,如某些行业特许经营权、财政扶助、信贷优惠等。同时,国有终极控制的上市公司在获取资源与服务、销售产品、弥补亏损等方面也比非国有性质的公司更具优势。基于国有控制的上市公司拥有更多的资源和发展潜力以及更小的经营风险,中小股东和投资者对这类公司有更大的投资意愿,并且要求的投资回报率更低。另外,具有政府和国家背景的上市公司不仅要追求公司价值最大化,还必须肩负更大的社会责任并树立良好的公众形象和声誉,这会在一定程度上遏制内部人侵占公司资产和中小投资者利益的行为。基于此,终极控制人为国有性质的上市公司更受中小投资者的青睐,其股权融资成本会低于非国有性质的公司。

本文提出假设 H1:国有控股人所控制的上市公司具有比非国有控股人控制的上市公司更低的股权资本成本。

2. 终极控股人现金流量权与股权资本成本

Claessens(2002)研究表明现金流量权和公司价值正相关。随着终极控股人现金流量权的增加,终极控制人

和中小股东的利益逐渐趋同,终极控制股东希望公司价值最大化的意愿增强。同时,终极控制股东谋取私利降低公司价值的动机减弱,因为这样做也会减少其自身财富。因此,当终极控制人的现金流量权增加,终极控制人和中小投资者间的代理冲突减弱,投资者要求的回报相应减少,公司的权益资本成本也随之降低。

本文提出假设 H2:终极控股人的现金流量权比例与公司的股权资本成本负相关。

3.终极控股人控股权与股权资本成本

Denis 和 McConnell(2003)认为当终极控股人控股权较大时,终极控制人会通过向公司委派管理者或利用关联方交易等手段侵占中小投资者的利益。这种现象在法律保护不健全的公司尤为突出。同时,中国金融市场上信息不对称以及法律制度不完善等特征将加剧终极控制人机会主义行为。当终极控制人拥有的控制权增加时,他们对公司经营管理和资源配置的干预能力也会增强,中小股东利益被掠夺的可能性随之增加。为了弥补终极控制人掠夺自身利益的风险,中小投资者在作出投资决策时会要求更高的投资报酬,公司的权益资本成本会因此增加。

本文提出假设 H3:终极控股人的控股权比例与公司的股权资本成本正相关。

4.终极控制人现金流量权和控股权分离程度与股权资本成本

Shleifer 和 Vishny(1997)发现,当终极控制人现金流量权和控制权的分离程度达到一定的临界值时,终极控制人和中小股东的利益趋同效应将远远低于盘踞效应。终极控制人很可能通过隧道行为、自我交易行为等手段转移企业资源以谋取私利,而按照其拥有的所有权比例承担利益转移带来的风险。因此,终极控制人两权分离度的增大会使终极控制人通过掠夺中小股东的利益而保全自身利益的动机和能力随之增大。当中小股东预见自身的权利可能会受到终极控制人侵害时,会降低对上市公司的投资或要求更高的风险补偿。公司面临的股权资本成本也会提高。

本文提出假设 H4:终极控股人现金流量权和控股权的分离度与公司的股权资本成本正相关。

(二)法律制度与权益资本成本

有效的法律体系能够制止违法行为、加强违法补偿,并对内部机会主义行为起到很好的监督作用。当法律体系较完善时,公司内部具有控制权优势的股东面临更高的法律风险和掠夺成本,致使内部人不会轻易掠夺外部投资者的利益。同时,法律法规的执行度情况也决定了投资者的权利是否能真正得到保护。此外,法律制度环境较完善的

地区,公司的信息披露会更及时、准确、透明,在一定程度上消除了信息不对称给投资者带来的负面影响,降低公司的融资成本。

本文提出假设 H5:法律制度环境和公司的股权资本成本负相关。

(三)法律制度与终极股权结构对股权资本成本的交互影响

法律制度因素除了直接影响公司股权资本成本外,是否会和终极股权结构相结合,对公司股权资本成本产生交互影响呢?在法律制度较完善、法律执行力度较高的地区,由于严格的法律环境,公司的终极控制人面临更高的法律风险和掠夺成本,因而一定程度上约束了其对公司和中小投资者的掠夺行为,降低了他们对公司整体的影响力,进而降低了终极股权对公司股权资本成本的影响。即法律制度会在一定程度上减弱公司股权结构和股权资本成本之间的相关关系。

本文提出假设 H6:法律制度会降低终极股权结构对上市公司股权资本成本的影响。

三、变量定义与样本选择

(一)变量定义

1.被解释变量

学术界股权资本成本的估计模型较多。股权资本成本和公司未来融资决策密切相关,基于已实现的过去的收益度量股权资本成本存在一定局限性,而基于公司未来收益和市场价值的贴现模型在实证研究中更受青睐。Guay et al.(2011)认为,剩余收益折现模型(GLS)是预期收益率的最优估计。陆正飞和叶康涛(2004)同样采用 GLS 模型度量我国上市公司的股权资本成本。因此,本文采用较适合中国上市公司的 GLS 模型度量股权资本成本。

剩余收益折现模型(GLS 模型)认为:公司的股权资本成本是使公司未来现金流的现值等于股票内在价值的内部报酬率。下式为剩余收益折现模型。

$$P_t = B_t + \frac{FROE_{t+1} - R_e}{(1 + R_e)} B_t + \frac{FROE_{t+2} - R_e}{(1 + R_e)^2} B_{t+1} + \frac{FROE_{t+3} - R_e}{(1 + R_e)^3} B_{t+2} + TV$$

其中: R_e 为股权资本成本; P_t 为第 t 期的股东权益市场价值; $FROE_{t+i}$ 为第 $t+i$ 期的预测的净资产收益率; B_t 为第 t 期每股净资产; TV 为终值。

为了反映上市公司再融资对每股净资产 B_t 造成的影响,调整后的 $B_t = B_{t-1} - (EPS_{t-1} - DPS_{t-1})$ 。基于“干净盈余”假说, $B_{t+i} = B_{t+i-1} + EPS_{t+i} - DPS_{t+i}$; $DPS_{t+i} = EPS_{t+i} \times K$ 。其中: B_{t+i} 为

$t+i$ 期的每股净资产; EPS_{t+i} 为 $t+i$ 期的每股收益; DPS_{t+i} 为 $t+i$ 期的每股股利。由于我国缺乏公开权威的每股收益预测数据, 本文用已经实现的每股收益替代预测数据。并且, 为了可靠估算每股股利, 本文将采用连续六年的平均股利支付率 K 加以衡量。GLS 模型的预测区间 $T \geq 12$, 本文取 $T=12$ 。在第 $t+1$ 至 $t+3$ 三期中, 以实际净资产收益率代替预测净资产收益率; 第 $t+4$ 期至 $t+12$ 期预测净资产收益率值向行业平均值回归; $t+12$ 期之后净资产收益率维持在行业平均水平。

2. 解释变量与控制变量

本文的解释变量为终极股权结构、法律制度以及终极股权结构和法律制度的交互项。具体包括: 终极股权结构的代理变量——终极控制人性质 (ULC)、终极控制人的现金流量权 (OWN)、终极控制人控制权 (CON)、终极控制人现金流量权与控制权的分离度 (SR); 法律制度 (LAW); 终极股权结构和法律制度的交互项 ($OWN * LAW$ 、 $CON * LAW$ 、 $SR * LAW$)。为了更全面地研究公司股权资本成本的影响因素, 本文参考前人的研究 (Chen et al., 2009; 叶康涛和陆正飞, 2004), 将公司特征因素公司规模 (SIZE)、账面市值比 (BM)、市场风险 (Beta)、资产负债率 (LEV), 公司治理因素股权制衡度 (CCP) 以及行业虚拟变量 (ID_i) 纳入影响股权资本成本的控制变量。变量的详细定义见表 1。

(二) 样本选择

本文选取 2007—2012 年在上海、深圳证券交易所上市的公司为初始样本, 并遵循以下标准对样本数据进行筛选: (1) 剔除金融、保险类上市公司; (2) 剔除 ST 和 PT 的上市公司; (3) 剔除同时发行 AH 股或同时发行 AB 股的公司; (4) 剔除在 2007 年 12 月 31 日之后于上海、深圳证券交易所上市的公司; (5) 剔除在 2007 年至 2012 年间股权资本回报率 (ROE) 异常的公司 (即 ROE 大于 1 或小于 0); (6) 根据 GLS 模型, 剔除 2007 年到 2012 年间证监会行业分类发生变化的上市公司, 同时剔除 2007 年到 2012 年中股利支付少于三年的公司数据; (7) 剔除其他数据缺失以及数据异常的公司。根据以上标准, 最终筛选出数据完整的 527 家在上海、深圳证券交易所上市的非金融类公司作为有效的研究样本。本文数据来源于深圳国泰安数据库 (CSMAR) 和色诺芬经济金融数据库 (CCER), 法律制度环

表 1 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量		
股权资本成本	RE	根据 GLS 模型求解的股权资本成本
解释变量		
终极控制人性质	ULC	终极控制人属于国有控股时为 1; 属于非国有控股时为 0
现金流量权	OWN	每条控制链中持股比例乘积之和
控制权	CON	每条控制链上最低持股比例之和
现金流量权和控制权分离度	SR	控制权 / 现金流量权
法律制度	LAW	樊纲等 (2012) 构建的法律制度环境指数
终极股权结构和法律制度的交互项	$OWN * LAW$ $CON * LAW$ $SR * LAW$	终极控制人的现金流量权 (控制权或两权分离度) 和法律制度指数的乘积
控制变量		
公司规模	SIZE	公司年底总资产的自然对数
账面市值比	BM	股东权益账面价值 / 股东权益市场价值
市场风险	Beta	当年股票的 β 值
资产负债率	LEV	年末负债总额 / 年末总资产
股权制衡度	CCP	第二到第五大股东持股比例 / 第一大股东持股比例
行业虚拟变量	ID_i	按照证监会的分类标准, 剔除金融行业, 将制造业划分为 10 小类, 共 21 个行业, 模型中设置 20 个行业虚拟变量

境指数来源于樊纲等 (2012) 的研究。

四、实证研究

(一) 描述性统计

表 2 是研究变量的描述性统计表。由表 2 可知, 股权资本成本的代理变量 RE 最小值为 0.0061, 最大值为 0.3117, 均值为 0.0357, 股权资本成本的数值偏小, 间接证实了股权融资在中国资本市场上颇受上市公司管理者的推崇。现金流量权的代理变量 OWN 最小值仅为 0.0053, 最大值为 0.92, 可见样本中各上市公司终极控制人的现金流量权差别较大。终极控制人现金流量权、控制权分离度的代理变量 SR 最小值为 1, 最大值为 48.2655, 说明样本中各公司两权分离度相差较大。终极控制人性质的代理变量 ULC 的均值为 0.6913, 可见由国家终极控股的上市公司仍然占多数。法律制度指数的代理变量 LAW 最大值为 8.93, 最小值为 -1.91, 平均值为 5.65, 说明我国

表 2 变量描述性统计表

变量	最小值	最大值	均值	中值	标准差
RE	0.0061	0.3117	0.0357	0.0367	0.0380
OWN	0.0053	0.92	0.3087	0.2858	0.1709
CON	0.0899	0.92	0.3757	0.3624	0.1504
SR	1	48.2655	1.6032	1	2.2647
ULC	0	1	0.6913	1	0.4619
LAW	-1.91	8.93	5.65	5.37	1.6481
SIZE	19.7645	26.0273	21.9907	21.8034	1.0068
BM	0.0442	1.0788	0.3002	0.2823	0.1368
Beta	0.328	1.6862	1.0765	1.0831	0.1884
LEV	0.0372	0.863	0.4969	0.5061	0.1714
CCP	0.0122	3.2344	0.4238	0.2606	0.4547

各省份间的法律制度存在较大差异。

(二)回归分析

为了全面检验终极股权结构、法律制度和股权资本成本之间的关系,以及法律制度和终极股权结构交互项对股权资本成本的影响,本文构建如下实证回归模型:

$$RE = \alpha + \beta_1 ULC + \gamma(\text{ControlVariables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \xi \quad (1)$$

$$RE = \alpha + \beta_1 OWN + \gamma(\text{ControlVariables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \xi \quad (2)$$

$$RE = \alpha + \beta_1 CON + \gamma(\text{ControlVariables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \xi \quad (3)$$

$$RE = \alpha + \beta_1 SR + \gamma(\text{ControlVariables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \xi \quad (4)$$

$$RE = \alpha + \beta_1 LAW + \gamma(\text{ControlVariables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \xi \quad (5)$$

$$RE = \alpha + \beta_1 OWN * LAW + \beta_2 OWN + \gamma(\text{ControlVariables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \xi \quad (6)$$

$$RE = \alpha + \beta_1 CON * LAW + \beta_2 CON + \gamma(\text{ControlVariables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \xi \quad (7)$$

$$RE = \alpha + \beta_1 SR * LAW + \beta_2 SR + \gamma(\text{ControlVariables}) +$$

$$\eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \xi \quad (8)$$

本文采用普通最小二乘法(OLS法)估计上述8个回归模型,检验研究假设H1至H6。表3是回归结果。

根据表3可知,调整R²最小值为0.313,模型拟合度较高,各解释变量和控制变量共同解释股权资本成本差异的能力较强。F统计量的最小值为29.642,最大值为31.979,在给定1%的显著性水平下F统计量均远大于临界值,说明模型总体在1%的水平下显著,模型的解释能力较好。Wald检验(行业变量联合显著性检验)结果也在常规显著性水平下显著,可见行业因素对公司股权资本成本的影响不可忽视。

从模型(1)的回归结果可见,上市公司终极股权结构的代理变量终极控制人性质(ULC)对股权资本成本有显著的负影响。这说明国有控制的上市公司股权资本成本低于非国有控制的公司,验证了本文提出的假设H1。这一经验证据表明,国有控制的上市公司会得到来自国家与政府更多的政策优惠与制度保护。同时,此类公司还必须肩负更大的社会责任,树立良好的公众形象和声誉,并受到政府和相关部门更大力度的监管。因此,终极控制人为国有性质的上市公司更容易受到中小投资者的青睐,和非国有控制的公司相比具有更低的股权融资成本。

从模型(2)的回归结果可见,终极股权结构的代理变量现金流量权(OWN)和股权资本成本负相关,且在5%置信水平下显著,验证了假设H2。说明随着终极控制人现金流量权的增加,终极控制人和中小股东的利益逐渐趋同,给中小投资者传递正面的信息。同时,终极控制人强大的所有权地位能够影响企业的经营决策和内部管理机制,约束管理者和大股东的利己行为,缓解终极控制人和中小投资者之间的代理冲突,进而使公司的股权资本成本降低。

从模型(3)的回归结果可见,终极股权结构的另一代理变量控制权(CON)和股权资本成本呈正相关关系,且在10%置信水平下显著,验证了假设H3。可见,当终极控制人的控制权增加时,他们更倾向于“掏空”公司和中小投资者利益,加剧控制股东和中小投资者间的利益冲突。中小股东为保护自身利益会要求更高的投资回报率,因而上市公司股权融资成本增加。

从模型(4)的回归结果可见,终极控制人的两权分离度(CON/OWN)与股权资本成本呈正相关关系,并且分离

表 3 回归结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
常量	0.0034 (0.237)	0.0021 (0.0125)	0.0048 (0.1302)	0.0037 (0.0338)	-0.0031 (-0.117)	-0.0054 (-0.237)	-0.0025 (-0.114)	-0.0031 (-0.213)
ULC	-0.004 (-2.149)**							
OWN		-0.002 (-2.599)**				-0.0012 (-0.373)		
CON			0.0106 (2.979)*				0.0042 (0.899)	
SR				0.036 (2.742)*				0.024 (2.578)
LAW					-0.0006 (-1.419)*			
OWN*LAW						-0.0005 (-2.149)**		
CON*LAW							-0.0005 (-2.128)**	
SR*LAW								-0.0004 (-2.107)*
SIZE	0.0042 (7.353)***	0.0045 (7.322)***	0.0043 (7.380)***	0.0043 (7.311)***	0.0046 (7.151)***	0.0048 (7.325)***	0.0048 (7.326)***	0.0048 (7.325)***
BM	0.049 (1.337)***	0.046 (1.874)***	0.048 (1.598)***	0.049 (1.651)***	0.043 (1.341)***	0.042 (1.552)***	0.043 (1.340)***	0.043 (1.341)***
Beta	0.0049 (2.769)***	0.0048 (2.669)***	0.0048 (2.678)***	0.0047 (2.642)***	0.0045 (2.512)***	0.0047 (2.592)***	0.0047 (2.582)***	0.0047 (2.586)***
LEV	-0.0031 (-0.445)	-0.0024 (-0.653)	-0.0034 (-0.553)	-0.0029 (-0.585)	-0.0020 (-0.525)	-0.004 (-0.555)	-0.0039 (-0.545)	-0.0041 (-0.559)
CCP	-0.006 (-2.944)***	-0.009 (-3.724)***	-0.006 (-2.731)***	-0.007 (-2.647)***	-0.005 (-2.782)**	-0.006 (-2.944)***	-0.006 (-2.939)***	-0.006 (-2.937)***
调整 R ²	0.336	0.339	0.323	0.313	0.319	0.327	0.321	0.324
F 统计量	30.893	31.979	30.723	29.642	29.782	30.863	30.556	30.733
Wald 检验	244.828 (20)	245.746 (20)	244.227 (20)	239.739 (20)	240.839 (20)	241.828 (20)	246.984 (20)	243.827 (20)

注:估计系数下括号内数值为 t 统计量。***、**、* 分别代表在 1%、5%和 10%的水平下显著。Wald 检验为行业虚拟变量的联合显著性检验,括号中显示的是其自由度。

度(SR)的 T 检验值大于 10%显著性水平下的 T 临界值,说明终极控制人的两权分离度对股权资本成本的影响较显著,假设 H4 得到验证。这一经验证据表明:当终极控制人的两权分离度逐步增大时,终极控制人通过掠夺中小投资者的利益而保证自身利益的动机和能力也随之增大。当中小股东预见自身的权利可能会受到终极控制人侵害时,会降低对上市公司的投资意愿或要求更高的投资回报率作为风险补偿,公司面临的股权资本成本也会提高。

从模型(5)的回归结果可见,法律制度的代理变量

(LAW)与股权资本成本呈显著的负相关关系,验证了假设 H5。这一经验证据表明:有效的法律体系能够制止违法行为,加强违法补偿,进而对内部机会主义行为起到很好的监督作用。当法律体系不完善时,内部人员能够轻易掠夺外部投资者的利益。法律法规的执行度也决定了投资者的权利是否能得到很好的保护,而投资者权利的保护在很大程度上会影响投资者为企业提供资金的意愿,进而影响公司的股权资本成本。

模型(6)至模型(8)的回归结果显示:终极股权结构和

法律制度的交互项对股权资本成本也有显著影响。同时,终极股权结构的代理变量现金流量权(OWN)、控制权(CON)、两权分离度(SR)的回归系数在常规置信水平下均不显著。这说明法律制度会一定程度降低终极股权结构对股权资本成本的影响,验证了假设H6。这一证据表明,完善的法律制度可以约束终极控制人对中小股东的利益侵占行为,更好地维护中小股东的合法权益,并且减弱终极股权结构对公司股权资本成本的影响。

模型(1)至模型(8)均引入了相同的控制变量,控制变量对股权资本成本的影响与之前学者的研究结果基本一致,在此不再赘述。

五、研究结论

本文基于公司治理相关理论,结合我国特殊的制度背景和股权结构特点,选取沪深两市527家非金融类上市公司2007—2012年数据为研究对象,选择2009年样本公司的截面数据应用普通最小二乘估计法(OLS法)实证检验了终极股权结构、法律制度和股权资本成本的关系,以及法律制度和终极股权结构对股权资本成本关系的交互作用。研究结论如下:(1)终极股权结构显著影响上市公司的股权资本成本。具体表现为:终极控制人为国有控股的上市公司比非国有控股的上市公司具有更低的股权资本成本。终极控制人的现金流量权与公司股权资本成本呈负相关关系。终极控制人控制权与公司股权资本成本呈正相关关系。终极控制人现金流量权与控制权的分离度与公司股权资本成本呈正相关关系。(2)法律制度显著影响上市公司股权资本成本。法律制度越完善的地区,投资者保护水平越高,公司的股权资本成本越低。(3)完善的法律制度会减弱终极股权结构对股权资本成本的影响。

根据研究结论,提出以下几点建议:(1)优化股权结构,使股权集中度保持在适中范围,改善我国资本市场普遍存在的“一股独大”局面。上市公司内部高管层应该积极完善公司内部治理结构,建立健全内部监督机制和独立董事制度,以防终极控制人掠夺公司利益。(2)加强社会信息披露,尤其是财务披露制度的建设,对公司信息披露的质量和及时性应提出更高要求,从而在一定程度上保障中小投资者的利益。(3)加强对中小企业、非国有企业的政策优惠和制度保护,为它们开辟更多的优惠融资渠道,切实降低其融资成本。(4)出台更严密的法律,约束控制股东“掏空”上市公司和中小投资者利益的行为,同时,提高法律制度的执行力度和违法违规的惩戒力度,促进资本市场有序健康发展。●

【参考文献】

- [1] ASHBAUGH H, COLLINS D W, LA FOND R. Corporate governance and the cost of equity capital[Z]. SSRN Working Paper, 2004.
- [2] CHEN KCW, CHEN Z, KCJ WEI. Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital [J]. Journal of Corporate Finance, 2009, 15(3): 273-289.
- [3] CLAESSENS S, DJANKOV S, FAN J P, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(6): 2741-2771.
- [4] DENIS D K, MCCONNELL J J. International corporate governance[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(1): 1-36.
- [5] GUAY W, KOTHARI S, SHU S. Properties of implied cost of capital using analysts' forecasts[J]. Australian Journal of Management, 2011, 36(2): 125-149.
- [6] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. Corporate ownership around the world[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(2): 471-517.
- [7] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor protection and corporation valuation[J]. Journal of Finance, 2002b(57): 1147-1171.
- [8] SHLEIFER A, VISHUY R W. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52: 737-783.
- [9] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数: 各地区市场化相对进程 2011 年报告[M]. 经济科学出版社, 2012.
- [10] 陆正飞, 叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析: 偏好股权融资就是源于融资成本低吗[J]. 经济研究, 2004(4): 50-59.
- [11] 肖作平. 终极所有权结构对资本结构选择的影响: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国管理科学, 2012(8): 167-176.
- [12] 肖作平, 周嘉嘉. 制度环境和权益资本成本: 来自中国省际数据的比较研究[J]. 证券市场导报, 2012(8): 19-27.
- [13] 叶康涛, 陆正飞. 中国上市公司股权融资成本影响因素分析[J]. 管理世界, 2004(5): 127-131.
- [14] 尹林辉, 陈喜平. 终极所有权性质、两权分离度和权益资本成本[J]. 会计之友, 2015(13): 61-65.
- [15] 赵凤超. 终极所有权结构、法律环境对权益资本成本的影响研究[D]. 西南交通大学, 2011.